

外汇风险与跨国公司 FDI 模式选择

计志英

摘 要: 汇率波动是跨国公司投资风险的来源之一,本文从微观角度考察了外汇风险对跨国公司对外直接投资模式选择的影响。

关键词: 外汇风险;FDI;投资模式

中图分类号:F276.7 **文献标识码:**A **文章编号:**1006-1894(2003)02-0011-04

由于汇率波动的不确定性,外汇风险是跨国公司在进行海外投资时所不可避免的。但是,人们习惯于将外汇风险管理仅仅视为跨国公司财务管理的一个重要方面(Brown, 2001. Morey and Simpson, 2001),而忽视了外汇风险对跨国公司战略的影响。实际上,学术界已从宏观层面对汇率波动与跨国公司海外投资水平之间的关系作了实证研究,如 Froot、Stein (1991)和 Bell、Campa(1997)通过研究得出了母国货币的真实价值与东道国的直接投资水平呈正相关结论。即存在着如下关系:母国货币升值,将导致对东道国的投资水平上升。Franke(1991)和 Roy、Viaene(1998)发现东道国货币的波动率与垂直型直接投资之间存在正相关关系。以上这些研究文献表明:外汇风险是影响跨国公司海外投资水平的一个重要因素。但是,在汇率波动不确定的宏观环境中,跨国公司在进行海外投资时是否会根据汇率状况相机选择不同模式,如采取独资经营的模式或是合资经营的模式?也就是说,外汇风险是否会对跨国公司的微观投资行为产生影响?本文试图从阿利伯的通货区域理论出发,运用模型解释汇率因素对跨国公司投资模式的影响。

一、通货区域优势:从宏观到微观

通货区域优势理论是由美国金融学家阿利伯(Robert Z. Aliber)在上世纪 70 年代提出来的,他将对外直接投资视为资产在各个通货区域之间流动的一种货币现象。由于并不存在一个完全自由的世界货币市场,而是存在若干通货区域,因此他认为,货币市场是不完善的,并且汇率不是与购买力平价完全等值,各种货币的地位强弱不同,币值的稳定性也各异。阿利伯认为:投资企业拥有相对坚挺的货币,可以使它首先在汇率上获得一个所谓通货溢价和额外收益;而投资货币的不同,使投资者拥有了当地竞争对手通常无法具备的特殊优势。资本是跨国公司进行对外直接投资时利用的主要要素之一,因此,处于强势货币区域的跨国公司凭借通货区域优势,能够发挥要素禀赋的比较优势,加强资本的海外扩张。通货区域优

势理论解释了二战以后跨国公司对外直接投资的大致流向:最初美国大量进行对外直接投资,紧接着是德、日两国对外投资的扩张,然后在70年代至80年代初,出现欧洲跨国公司大量进入美国的情况。这种对外直接投资的流向是与货币优势的变化趋势相吻合的。20世纪70年代,布雷顿森林体系虽然瓦解了,但美元仍是国际储备货币,因此美元通货区的跨国公司拥有强势货币,在资本的对外扩张过程中具有货币购买力上的比较优势。而80年代初,日本对外投资的迅猛增长,则一定程度上得益于日本国际收支连续盈余所导致的日元坚挺、升值以及暴涨等因素的推动。从总体来看,通货区域优势理论从货币强弱和汇率变化的角度在宏观层面分析了跨国公司的投资行为。

但是,宏观现象往往建立在微观诱因基础之上,汇率对跨国公司总体对外投资水平的影响源于跨国公司对汇率变化的微观行为反应。

跨国公司在进行海外投资及经营的全过程中贯穿着国际资本的流动,因此汇率风险对跨国公司的影响渗透到对外投资项目的筹建、运营等全过程,所以外汇风险管理不只是跨国公司财务管理的一方面,更是影响跨国公司战略选择的重要因素。因为货币强弱会对公司价值产生影响,基于风险管理角度考虑,在对外投资初期公司将汇率因素纳入对外扩张的战略规划。而跨国公司在海外项目中占所有权份额的大小是与公司承担风险的程度成正比的,因此,货币因素作为跨国公司海外经营的风险来源之一,将影响公司在海外项目中所有权份额的选择。

不同的跨国公司直接投资理论在解释跨国公司海外扩张时尽管视角不同,但有一个共同点就是强调优势效应,认为跨国公司只有具备某方面特定优势才会进行海外扩张。阿利伯的通货区域优势理论同样强调货币优势在海外扩张中的作用。的确,跨国公司进行海外投资需要资本、技术、管理、人才等多种要素的综合作用,但其中最基本也是最重要的因素是资本,很多跨国公司进行海外投资时往往凭借着资本要素雄厚这一比较优势。而资本的国际流动要受到汇率因素的影响,尤其是各国汇率往往不是与购买力平价等值的,因此,跨国公司母国货币的相对强弱将会不同程度地加强或削弱资本要素的比较优势,也就是使处于强势货币区域的跨国公司的资本要素比较优势得到加强,而跨国公司在海外项目中的所有权份额体现了公司对收益的要求权大小。因此,从比较优势理论的角度来看,跨国公司在货币方面的优势越显著,在海外项目中的所有权份额应越高。

在以上对汇率作用于跨国公司微观投资行为影响的直观理解,下面用数学模型予以进一步解释。

二、理论模型的解说

1. 模型描述及几点假设 假设有一家在本国(H)的公司面临着3个投资项目:其中项目0在本国,投资收益率为 r ;项目1在外国 F_1 ,投资收益率为 r_1 ;项目2在外国 F_2 ,投资收益率为 r_2 。投资收益率均以项目所在国货币计量,定义: $X=1+r$, $X_1=1+r_1$, $X_2=1+r_2$ 。现在公司需要确定两个潜在的对外投资项目的投资额及股权份额。

假设所有项目的初始资本投资额相等,并且以当地货币计量的期望收益率相等,即 $E[X]=E[X_1]=E[X_2]$ 。以 P 表示总资本中对外投资额所占的比例($0 < p < 1$),则 $(1-p)$ 表示公司投资于项目0的资本额占总资本的比例。 a 和 $(1-a)$ 分别表示公司在项目1、项目2

中所有权权的百分比。因此,该跨国公司在第一年末的总收益可表示为:

$$R = (1-p)X + p[aX_1f_1 + (1-a)X_2f_2]$$

其中, f_j 表示:1+货币 j 的汇率。

假设:以当地货币计算的收益率与该货币汇率的协方差为 0,那么期望总收益为:

$$\begin{aligned} E(R) &= (1-p)E(X) + p a E(X)E(f_1) + p(1-a)E(X)E(f_2) \\ &= E(X)[1-p + p a E(f_1) + p(1-a)E(f_2)] \end{aligned} \quad (1)$$

由于汇率波动的不确定性,因此假设: f_1, f_2 是服从二项分布的变量, f_1 以概率 q_1 取 f_H , 以概率 $(1-q_1)$ 取 f_L ; f_2 以概率 q_2 取 f_H , 以概率 $(1-q_2)$ 取 f_L , 并且 $f_L < 1 < f_H, 0 \leq q_i \leq 1 (i=1, 2)$ 。当汇率与购买力平价等值时, $q_i = 0.5$, 表示汇率上升与下降的概率相等;当某一种货币 i 相对于购买力平价被低估时, q_i 较高, 表示此时该种货币升值的概率比贬值的概率大;相对购买力平价, 当外币 1 比外币 2 被低估的程度更大时, q_1 大于 q_2 , 表示外币 1 比外币 2 升值的概率大。

因此,等式(1)可改写为:

$$E(R) = E(X)(1-p + p a \{q_1 f_H + (1-q_1)f_L\} + p(1-a) \{q_2 f_H + (1-q_2)f_L\}) \quad (2)$$

2. 比较静态分析 假设:相对购买力平价, 外币 1 比外币 2 贬值更大($q_1 > q_2$)。

根据等式(2)可得:

$$J = \frac{\partial(E_a, E_p)}{\partial(\alpha, p)} = \begin{vmatrix} E_{\alpha a} & E_{\alpha p} \\ E_{p\alpha} & E_{pp} \end{vmatrix} = E_{\alpha a} E_{pp} - E_{\alpha p} E_{p\alpha}$$

$$\frac{\partial p}{\partial q_1} = -\frac{1}{J} \frac{\partial(E_a, E_p)}{\partial(q_1, \alpha)} = -\frac{1}{J} (E_{\alpha q_1} E_{p\alpha} - E_{\alpha\alpha} E_{pq_1}) = \frac{p}{q_1 - q_2} > 0 \quad (3)$$

$$\frac{\partial p}{\partial q_2} = -\frac{1}{J} \frac{\partial(E_a, E_p)}{\partial(\alpha, q_2)} = \frac{1}{J} (E_{\alpha q_2} E_{p\alpha} - E_{\alpha\alpha} E_{pq_2}) = \frac{p}{q_1 - q_2} > 0 \quad (4)$$

$$\frac{\partial \alpha}{\partial q_1} = -\frac{1}{J} \frac{\partial(E_a, E_p)}{\partial(q_1, p)} = -\frac{1}{J} (E_{\alpha q_1} E_{pp} - E_{p\alpha} E_{pq_1}) = \frac{\alpha}{q_1 - q_2} > 0 \quad (5)$$

$$\frac{\partial \alpha}{\partial q_2} = -\frac{1}{J} \frac{\partial(E_a, E_p)}{\partial(p, q_2)} = -\frac{1}{J} (E_{\alpha p} E_{pq_2} - E_{\alpha q_2} E_{pp}) = \frac{1-\alpha}{q_1 - q_2} < 0 \quad (6)$$

3. 模型结论的解释

(1) 由等式(3)、(4), 相对于购买力平价, 不管哪种外币被低估(即 q_1 或 q_2 上升), 都将导致跨国公司对外投资水平的增加(p 上升)。

(2) 由等式(5), 外币 1 的币值稍有上升将导致 α 的上升, 即跨国公司倾向于在国家 1 的投资项目中所有权比重上升。

(3) 由等式(6), 当 q_2 上升时 α 下降, 即国家 2 的货币被低估时将导致公司在该国的投资项目 2 中所占的所有权份额上升, 在国家 1 的投资项目 1 中所占的所有权份额下降。

三、结论

汇率是影响跨国公司对外投资决策及项目运营的重要因素之一, 本文从阿利伯的通货

(下转第 22 页)